

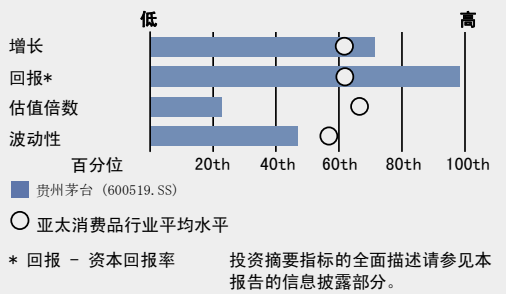


转型与改革推动可持续增长，重申强力买入

建议理由

我们重申贵州茅台的买入评级（位于强力买入名单）。由于管理层给出的2014年营业收入增长目标较低（3%），导致市场比较悲观。我们认为不必过分担忧。在替代性消费（从三公转向民间）、民间消费增长（通过新渠道）的双重驱动下，我们认为2014年贵州茅台能够保持15%的稳健盈利增长（2013年增幅为14%）。长期看，如果民间消费占比持续上升，我们预计估值水平有望提升至国际烈性酒公司15~20倍市盈率。我们的2014—16年每股盈利预测分别较万得一致预期高出7%~15%，12个月目标价格人民币203.20元隐含15%的上行空间。

投资摘要



推动因素

- **民间消费将抵消三公消费需求的下降：**我们认为2014年来自三公消费的需求将继续下降，但边际效应也将降低。此外，购买力的上升和财富的积累有望继续推动民间需求增长，抵消三公消费需求的下降。我们预计，两者合计将推动2014年销售收入增长10%左右（2013年增长17%）。
- **渠道扩张将推动销售：**管理层正在大力开拓出口、电商与电视购物、定制酒等各种新的销售渠道，我们认为这将继续推动公司的重点向民间消费转型，保证盈利的稳定增长。
- **国企改革的积极影响：**我们预计贵州茅台即将启动的国企改革将长期对公司的治理结构、业务发展产生积极影响，比如提高茅台的品牌定位和管理透明度。

估值

我们维持盈利预测以及基于PEG（0.77倍，由2014年预期每股盈利计算得出）的12个月目标价格人民币203.20元不变。

主要风险

政府对三公消费的限制更加严格；民间消费增速放缓。

主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	176.08
12个月目标价格 (Rmb)	203.20
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	182,802.7 / 29,425.0
外资持股比例 (%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	14.61	16.73	19.23	22.43
每股盈利增长 (%)	14.0	14.5	14.9	16.6
每股摊薄盈利 (Rmb)	14.61	16.73	19.23	22.43
每股基本盈利 (Rmb)	14.61	16.73	19.23	22.43
市盈率 (X)	11.6	10.5	9.2	7.9
市净率 (X)	4.1	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA (X)	6.9	6.2	5.2	4.3
股息收益率 (%)	2.6	3.8	4.9	6.4
净资产回报率 (%)	39.5	36.3	34.1	33.3
CROCI (%)	39.2	36.6	34.2	33.1

股价走势图



股价表现 (%)

股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	47.6	28.0	4.2
相对于沪深300指数	43.4	39.2	13.8

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为4/11/2014收盘价）

所属投资名单

亚太买入名单
亚太强力买入名单

行业评级：中性

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
刘智景 执业证书编号: S1420511070001
+86(21)2401-8943 zhiqing.liu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
方竹静 执业证书编号: S1420513070001
+86(21)2401-8949 zhuqing.fang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

贵州茅台：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	资产负债表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入	31,070.6	34,245.8	38,948.9	45,101.6	现金及等价物	25,185.0	31,551.6	37,331.9	43,263.5
主营业务成本	(2,193.9)	(2,420.7)	(2,731.7)	(3,126.6)	应收账款	4,909.8	5,629.4	6,616.0	7,908.2
销售、一般及管理费用	(7,483.6)	(7,923.0)	(8,855.3)	(10,073.8)	存货	11,836.8	13,264.3	14,968.4	17,132.1
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/(支出)	2.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	41,931.6	50,445.4	58,916.3	68,303.8
EBITDA	21,951.4	24,680.2	28,414.7	33,263.5	固定资产净额	8,983.5	14,510.1	20,620.3	27,539.9
折旧及摊销	(556.3)	(778.2)	(1,052.8)	(1,362.3)	无形资产净额	3,563.3	3,722.7	3,870.5	4,006.9
EBIT	21,395.1	23,902.0	27,361.9	31,901.2	长期投资	54.0	54.0	54.0	54.0
利息收入	429.5	680.0	883.4	1,045.3	其它长期资产	921.8	921.8	921.8	921.8
财务费用	(0.9)	0.0	0.0	0.0	资产合计	55,454.2	69,653.9	84,382.9	100,826.4
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	8,534.1	8,953.4	9,579.8	10,450.6
其它	(356.2)	0.0	0.0	0.0	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	21,468.0	24,582.0	28,245.3	32,946.5	其它流动负债	2,773.2	5,181.4	7,215.1	9,874.5
所得税	(5,467.5)	(6,260.5)	(7,193.5)	(8,390.8)	流动负债	11,307.3	14,134.8	16,794.9	20,325.0
少数股东损益	(828.3)	(948.4)	(1,089.7)	(1,271.1)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	15,172.2	17,373.1	19,962.1	23,284.6	其它长期负债	17.8	17.8	17.8	17.8
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	17.8	17.8	17.8	17.8
非经常性项目前净利润	15,172.2	17,373.1	19,962.1	23,284.6	负债合计	11,325.1	14,152.6	16,812.7	20,342.8
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	15,172.2	17,373.1	19,962.1	23,284.6	普通股权益	42,622.2	53,046.0	64,025.2	75,667.5
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	14.61	16.73	19.23	22.43	少数股东权益	1,506.9	2,455.3	3,545.0	4,816.1
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	14.61	16.73	19.23	22.43	负债及股东权益合计	55,454.2	69,653.9	84,382.9	100,826.4
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	14.61	16.73	19.23	22.43	每股净资产(Rmb)	41.05	51.10	61.67	72.88
每股股息(Rmb)	4.37	6.69	8.65	11.21					
股息支付率(%)	29.9	40.0	45.0	50.0					
自由现金流收益率(%)	4.1	5.9	6.8	7.9					
增长率和利润率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	比率	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入增长率	17.4	10.2	13.7	15.8	CROCI (%)	39.2	36.6	34.2	33.1
EBITDA增长率	16.5	12.4	15.1	17.1	净资产回报率(%)	39.5	36.3	34.1	33.3
EBIT增长率	16.2	11.7	14.5	16.6	总资产回报率(%)	30.2	27.8	25.9	25.1
净利润增长率	14.0	14.5	14.9	16.6	平均运用资本回报率(%)	97.0	83.1	75.3	70.5
每股盈利增长	14.0	14.5	14.9	16.6	存货周转天数	1,788.7	1,892.4	1,886.2	1,873.7
毛利率	92.9	92.9	93.0	93.1	应收账款周转天数	55.3	56.2	57.4	58.8
EBITDA利润率	70.6	72.1	73.0	73.8	应付账款周转天数	1,502.4	1,318.4	1,238.2	1,169.2
EBIT利润率	68.9	69.8	70.3	70.7	净负债/股东权益(%)	(57.1)	(56.8)	(55.2)	(53.8)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	估值	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
优先股股息前净利润	15,172.2	17,373.1	19,962.1	23,284.6	基本市盈率(X)	11.6	10.5	9.2	7.9
折旧及摊销	556.3	778.2	1,052.8	1,362.3	市净率(X)	4.1	3.4	2.9	2.4
少数股东权益	828.3	948.4	1,089.7	1,271.1	EV/EBITDA(X)	6.9	6.2	5.2	4.3
运营资本增减	(3,688.4)	(1,727.9)	(2,064.3)	(2,585.1)	企业价值/总投资现金(X)	3.3	2.6	2.1	1.7
其它	(213.3)	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	2.6	3.8	4.9	6.4
经营活动产生的现金流	12,655.0	17,371.8	20,040.4	23,332.8					
资本开支	(5,405.7)	(6,464.2)	(7,310.8)	(8,418.3)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	66.4	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(5,339.3)	(6,464.2)	(7,310.8)	(8,418.3)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(6,664.1)	(4,541.0)	(6,949.2)	(8,982.9)					
借款增减	0.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	6.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(727.9)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(7,386.0)	(4,541.0)	(6,949.2)	(8,982.9)					
总现金流	(70.3)	6,366.6	5,780.3	5,931.6					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

刘智景
zhijing.liu@ghsl.cn

方竹静
zhujing.fang@ghsl.cn

目录

概述：增长担忧过度；预计可持续增长	3
未来三年有望保持稳定增长，重申强力买入	4
解读贵州茅台 2014 年的主要增长推动力	6
但 2014 年贵州茅台的增长难度加大	8
2014 年是贵州茅台向民间消费转型的深化之年	9
2014 年也是贵州茅台有望启动改革之年；长期影响积极	11
信息披露附录	12

本报告股价为截至 2014 年 4 月 9 日收盘价，除非另有说明。

概述：增长担忧过度；预计可持续增长

保守的增长指引触发担忧；关注增长基本面/前景

2014 年以来，市场对于贵州茅台的预期逐渐改善，股价上也出现了估值修复（年初至今贵州茅台上涨了 35%，而上证 A 股指数上涨了 1%）。然而公司年报给出的 3% 的 2014 年营业收入增长指引，以及中国高端白酒市场复苏的复杂性，使得投资者对于贵州茅台的认识分歧加大。

但我们认为，虽然高端白酒市场的复苏不会一帆风顺，但贵州茅台 2014 年仍然有望保持 10% 的稳定增长（2013 年增长 17%）。本报告将结合近期糖酒会观察以及经销商的调研，在分析 2013 年以来贵州茅台增长的主要驱动因素和本轮增长的本质的基础上，对 2014 年的增长前景进行分析。

基于三个原因重申买入评级（位于强力买入名单）

我们重申对于贵州茅台的买入评级。核心逻辑主要基于以下几点：

- 1、对低增长目标的担忧过度：**由于管理层在年报中给出的 3% 的 2014 年营业收入增长目标较低（2013 年营业收入增长 17%），导致市场近来比较悲观。我们认为不必过分担忧。在替代性消费（从三公转向民间）、民间消费占比上升的双重驱动下，公司通过国企改革和渠道扩张深化转型，我们预计 2014 年贵州茅台将保持 15% 的盈利增长（2013 年增幅为 14%）。
- 2、对三公消费的依赖降低：**我们认为长远而言三公消费占茅台收入比重将降至 10% 以内，民间消费成为主导。届时我们预计公司的估值水平有望接近国际主要烈性酒公司的估值水平（当前这些公司平均交易在 2014 年 19 倍预期市盈率，对应的 2014-16 年预期每股盈利年均复合增长率为 10~16% 之间）
- 3、进入高于市场预期的增长阶段：**我们认为当前贵州茅台股价正在从估值修复向盈利超预期的过渡阶段。在估值修复的第一阶段（股价从 1 月中旬的最低点 118 元上涨到 2 月底的 150 元左右），驱动力来自三公消费基本出清；而第二阶段将受到盈利超预期的支撑，得益于民间消费拉动销量增长（我们的 2014—16 年每股盈利预测分别较万得一致预期高出 7%~15%）。在完成这两个阶段之后，如果民间消费占比持续上升占据主导地位，未来贵州茅台股价还将迎来一个估值系统性上升的阶段。

估值：我们继续采用 PEG 方法计算 12 个月目标价格。我们维持 12 个月目标价格人民币 203.20 元不变，基于 2014 年预期每股盈利计算得出 0.77 倍的 PEG 倍数（较 0.7 倍的行业倍数存在 10% 的溢价）。

主要风险：政府对三公消费的限制更加严格；民间消费增速放缓。

未来三年有望保持稳定增长，重申强力买入

我们认为未来两到三年，贵州茅台有望维持 10~20% 的稳定增长，主要依托销量的增长推动。我们预计 2014/15/16 年茅台酒销量的增速分别为 10%/14%/16%。从销量与产量比例看，由于茅台酒生产周期为 5 年左右，我们采用当年销量/5 年前产量衡量。2008~2011 年茅台酒的产量年均复合增速为 14% 左右，我们预计的未来三年（2014~16 年）的销量增速大致与之接近。由此可以看出，未来三年，当年销量/5 年前产量这一比例将大致保持在 90% 左右，与过去几年比较接近。

在此基础上，我们预计 2014~16 年公司净利润年均复合增速在 15% 左右，大致与销量增速接近。我们的 2014~16 年盈利预测分别较市场一致预期高出 7~15%，主要是因为我们对短期销量的增长更为乐观。

图表1: 国际烈性酒公司估值相对较高

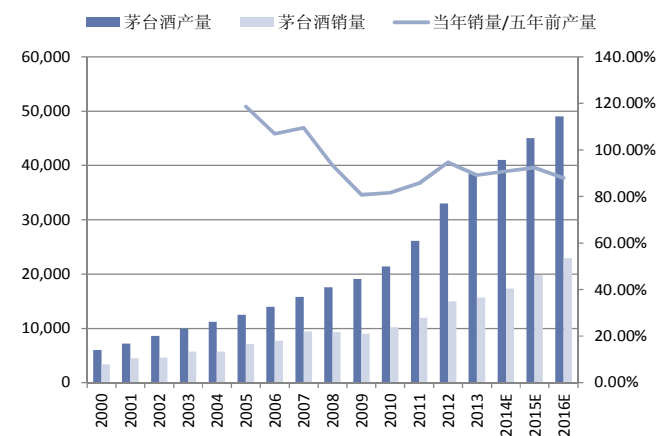
国际烈性酒公司市盈率、PEG

	Ticker	PEG(X)	2014PE(X)	EPS CAGR (2014-16)
Davide Campari	CPRI.MI	1.20	18.8	16%
Diageo	DGE.L	2.02	19.2	10%
Pernod Ricard	PERP.PA	1.20	18.1	15%
Remy Cointreau	RCOP.PA	2.28	23.6	10%
Average		1.67	19.9	

资料来源：公司数据、高华证券研究、高盛全球投资研究

图表2: 茅台酒未来几年销量将保持较快速增长

茅台酒的产量、销量以及产销比率，单位：吨，%



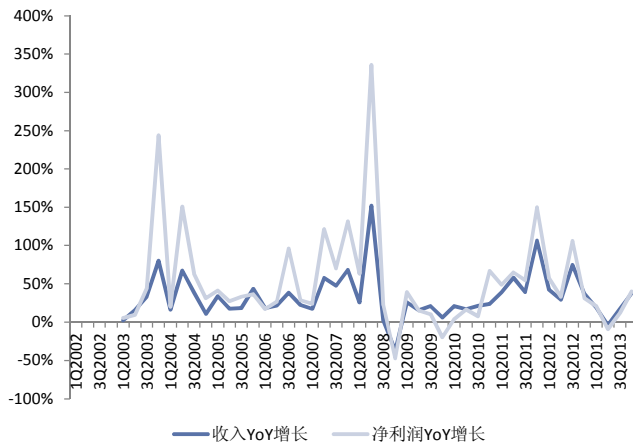
资料来源：公司数据、高华证券研究

图表3: 我们保持盈利预测不变, 并预计 2014-16 年将稳定增长
 贵州茅台盈利预测 (单位: 人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,242	9,670	11,633	18,402	26,455	31,071	34,246	38,949	45,102
茅台酒	7,767	8,916	10,849	16,952	24,033	29,205	32,263	36,768	42,703
茅台酒销量增速	-1%	-3%	13%	18%	25%	5%	10%	14%	16%
茅台酒均价提高	17%	19%	8%	33%	14%	16%	0%	0%	0%
系列酒	474	754	783	1,451	2,423	1,866	1,983	2,181	2,399
收入增速	14%	17%	20%	58%	44%	17%	10%	14%	16%
茅台酒	16%	15%	22%	56%	42%	22%	10%	14%	16%
系列酒	-11%	59%	4%	85%	67%	-23%	6%	10%	10%
毛利	7442	8719	10580	16851	24411	28877	31825	36217	41975
茅台酒	7146	8237	10076	15856	22632	27630	30524	34786	40401
系列酒	296	482	504	995	1,780	1,246	1,301	1,431	1,574
毛利增速	17%	17%	21%	59%	45%	18%	10%	14%	16%
毛利率	90%	90%	91%	92%	92%	93%	93%	93%	93%
茅台酒	92%	92%	93%	94%	94%	95%	95%	95%	95%
系列酒	62%	64%	64%	69%	73%	67%	66%	66%	66%
营业税金及附加	682	941	1,577	2,477	2,573	2,791	2,911	3,233	3,653
占营业收入比重	8.3%	9.7%	13.6%	13.5%	9.7%	9.0%	8.5%	8.3%	8.1%
销售费用	532	621	677	720	1,225	1,858	1,986	2,220	2,526
占营业收入比重	6.5%	6.4%	5.8%	3.9%	4.6%	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%
管理费用	941	1,217	1,346	1,674	2,204	2,835	3,026	3,402	3,895
占营业收入比重	11.4%	12.6%	11.6%	9.1%	8.3%	9.1%	8.8%	8.7%	8.6%
财务费用	-103	-134	-177	-351	-421	-429	-680	-883	-1,045
利润总额	5,385	6,081	7,162	12,335	18,700	21,468	24,582	28,245	32,946
减: 所得税	1,385	1,528	1,823	3,084	4,692	5,467	6,261	7,194	8,391
净利润	4,001	4,553	5,340	9,250	14,008	16,000	18,321	21,052	24,556
减: 少数股东损益	201	240	289	487	700	828	948	1,090	1,271
归属于母公司所有者的净利润	3,799	4,312	5,051	8,763	13,308	15,172	17,373	19,962	23,285
同比增长	34%	14%	17%	73%	52%	14%	15%	15%	17%
基本每股收益	4.03	4.57	5.35	8.84	12.82	14.61	16.73	19.23	22.43
Wind一致预期							15.70	17.70	19.50
高华预测 vs. Wind一致预期							7%	9%	15%

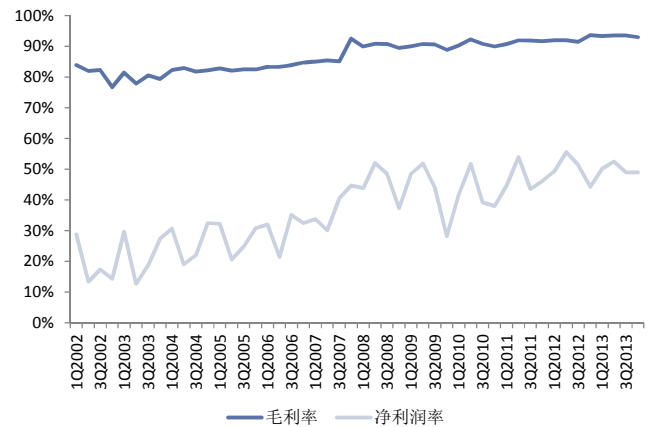
资料来源: 公司数据、万得、高华证券研究

图表4: 贵州茅台收入和净利润增速 (%)



资料来源: 万得、公司数据

图表5: 贵州茅台毛利率和净利润率



资料来源: 万得、公司数据

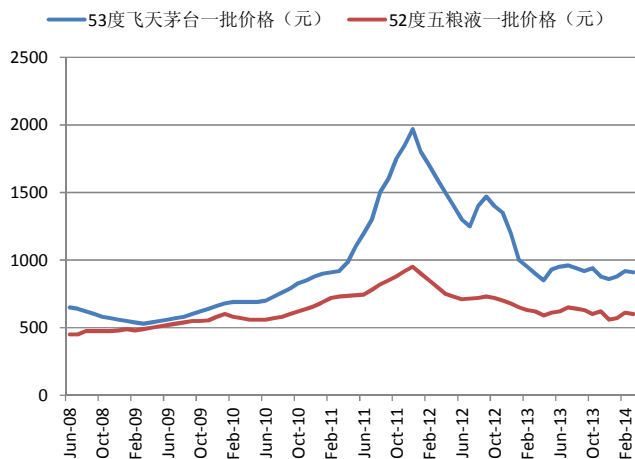
解读贵州茅台 2014 年的主要增长推动力

2013 年贵州茅台的高端市场份额显著扩张至 60%（2012 年为 35%）。我们认为，在分析 2013 年贵州茅台的增长因素的时候，弄清楚以下三个问题有助于理解贵州茅台增长的本质，以及 2014 年的潜在增长动力。

1) 贵州茅台的稳步增长并不代表中国高端白酒的复苏。

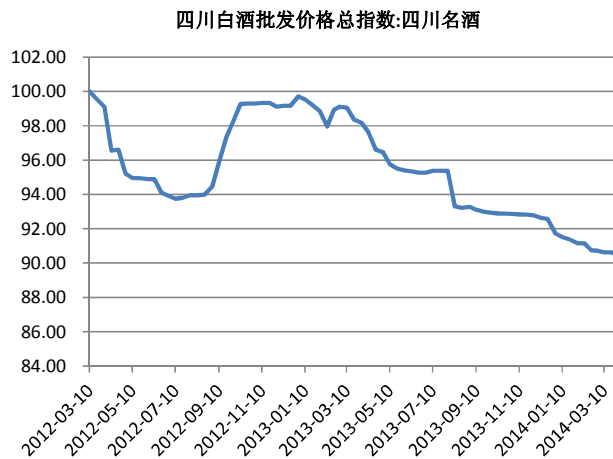
实际上，受限制三公消费政策的影响，2013 年中国高端白酒市场下滑显著，除了贵州茅台之外，大多数白酒企业的高端产品萎缩幅度在 30% 以上。到目前为止，高端市场只能说基本企稳，但不能说稳步复苏（图表 7）。在我们看来，行业企稳的原因是三公消费基本出清，政策对销量的边际影响越来越小。但民间消费的增长具有稳定性，其对于行业增长的影响是长远的，而短期拉动相对有限。加上宏观经济低迷，目前高端白酒（每瓶价位人民币 500 元或以上）市场稳步复苏的条件尚不具备。我们的渠道调研也支持这一判断。目前除了茅台动销顺畅外，其他中国高端白酒仍存在巨大的增长压力。虽然五粮液库存大幅减少，但经销商拿货积极性非常有限，表明动销预期并不乐观。另外，从一些行业数据也可以看出，五粮液目前一批价仍然在 600 元左右，价格持续倒挂，代表五粮液、泸州老窖、郎酒、剑南春等高端名酒的四川名酒批发价格指数尚未出现明显的回升迹象（图表 7）。

图表6: 一线高端白酒（比如茅台）价格企稳回升
贵州茅台与五粮液的每瓶一批价格



资料来源：新食品

图表7: 高端白酒价格有所企稳但尚未回升
四川名酒批发价格指数



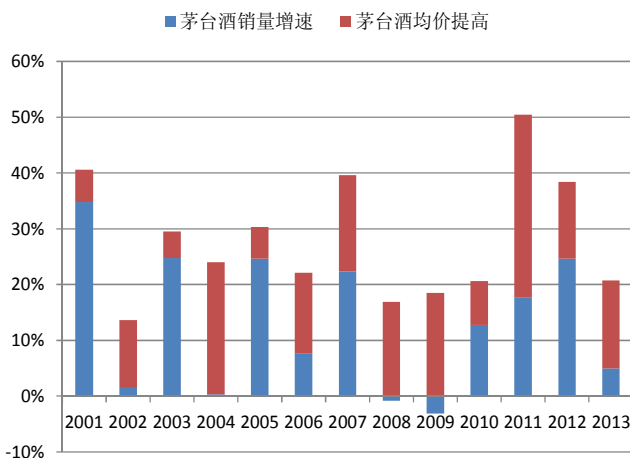
资料来源：万得

2) 贵州茅台的本轮增长本质上是一种基于高性价比的替代性增长。

经过深入分析，我们认为从三公到民间的消费替代在本轮增长中起了主导作用，茅台降价后性价比的改善推助了销售增长。目前贵州茅台的每瓶终端价格已从 2012 年初人民币 2,000 元以上的峰值下降 50% 以上到 1,000 元左右。这一方面激发了原先被高价抑制的潜在民间需求，另一方面相对其他高端品牌的性价比提高，也挤压了其他竞争对手，出现阶段性的消费替代。2013 年茅台酒营业收入 292 亿元，同比增长 22%。销量约为 1.57 万吨，同比增长 5%。这一业绩甚至比过去两轮的行业低谷（2002 和 2008 年）还要好（图表 8）。

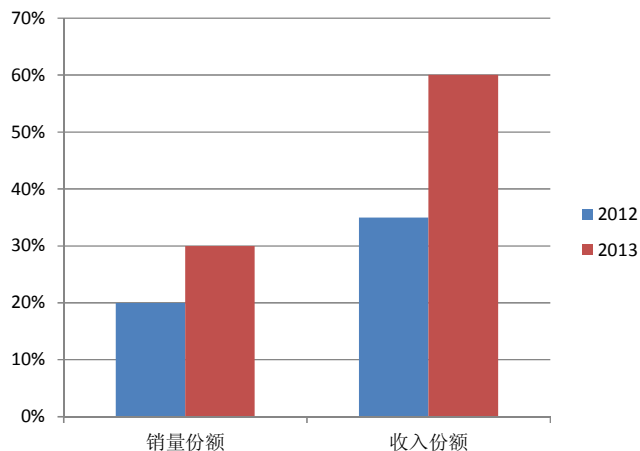
根据我们的计算，2013 年每瓶价位在 500 元以上的高端酒市场的销售收入为人民币 500 亿元，同比下降 25%，高端酒销量为 5 万吨，同比下降 30%。因此，贵州茅台在中国高端酒市场的销量/收入份额占比分别从 2012 年的 20%/35% 扩张到 2013 年的 30%/60%（图表 9）。

图表8: 贵州茅台的销量和均价增速在 2013 年双双下滑, 但仍高于 2002/08 年的谷底值
茅台酒的销量与均价增速



资料来源: 公司数据

图表9: 茅台酒占高端市场份额持续提升
茅台酒占高端酒市场的销量和收入份额



资料来源: 公司数据

3) 贵州茅台初步实现了主要消费群体的切换。

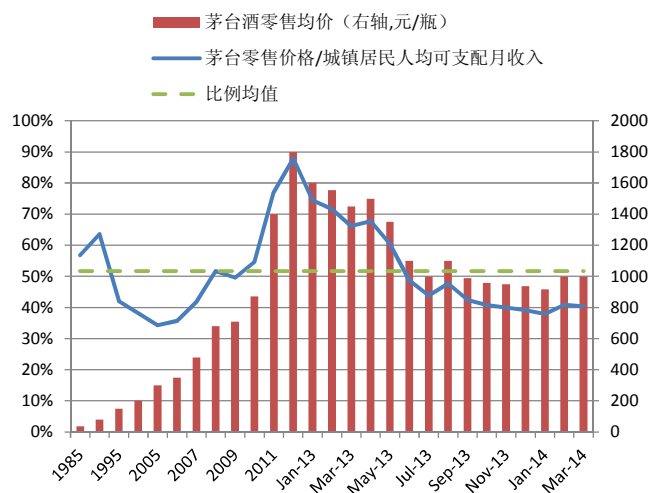
我们在之前的行业报告中 (参见: 2013 年 12 月 3 日发表的《转型中国: 白酒行业寻找未来 10 年的新增长引擎》) 指出, 长期看, 茅台的价格最终是围绕人均实际购买力而上下波动的。过去三十年, 茅台酒的零售价格与城镇居民月均收入的比重均值为 50% 左右, 尽管在上一轮行业调整的低谷期 (2008 年), 这一比例曾经下降到 34%-38%。在 2011-12 年的行业繁荣高点, 这一比例曾经达到 88%, 之后于 2012 年开始下行。目前茅台酒的零售价格已经下跌到每瓶人民币 1,000 元, 较 2011 年底-2012 年初的高点人民币 2,000 元跌去了 50%。目前价格收入比也已经下降到 40% 左右, 已经处于历史较低水平。

我们认为 1) 降价导致的被抑制需求的激发, 和 2) 高性价比带来的从三公到民间的替代性消费这两种因素的复合效应使得贵州茅台成功实现了增长动力的切换。

我们估计, 2012 年之前贵州茅台的消费结构中, 三公消费占比至少在 50% 以上。经过 2013 年三公消费的大幅下降 (下降比例至少在 50% 以上), 以及民间消费的大幅度上升 (上升幅度至少在 60% 以上), 目前贵州茅台的三公消费的比重应该已经下降到 25% 以内。消费群体的成功切换再次巩固了我们对该股的乐观看法, 因为它将使得贵州茅台未来的增长基础更为稳固和持续。

图表10: 贵州茅台零售价格大幅下降

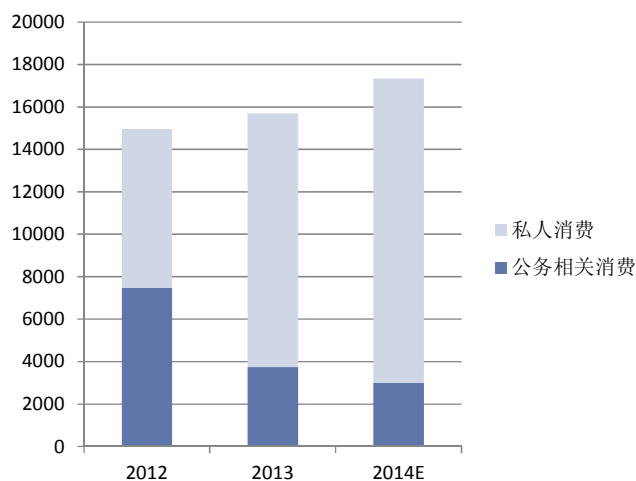
茅台酒的零售价格



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表11: 三公消费占茅台酒销售的比重显著下降

茅台酒的消费结构, 单位: 吨



资料来源: 公司数据、高华证券研究

但 2014 年贵州茅台的增长难度加大

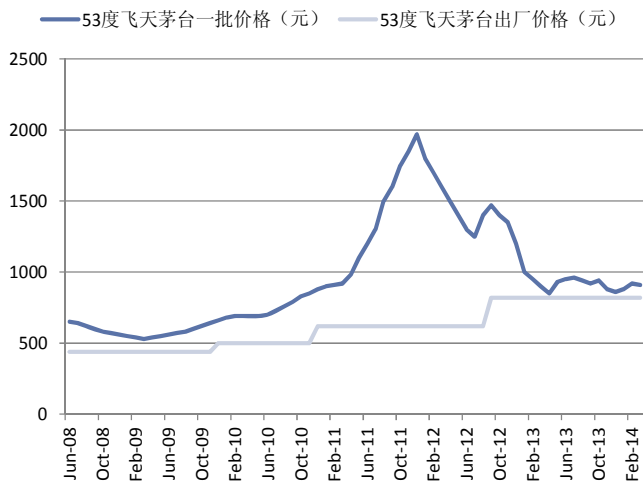
贵州茅台在 2013 年报中提到预计 2014 年营业收入增长 3%。考虑到贵州茅台股份公司所占贵州茅台集团的销售收入比重在 75% 以上, 这与最近公司董事长接受采访 (2014 年 3 月, 参见: finance.sina.com.cn) 时提出的茅台集团 2014 年要实现 9% 的销售收入增长目标有所不一致 (考虑到贵州茅台上市公司收入占茅台集团收入的 75% 以上)。由此也引发了市场对 2014 年增长的担忧。我们认为, 贵州茅台提出相对保守的增长目标, 可能与 2014 年增长难度进一步提高有关。原因有以下几点:

1) 短期均价难以提升

2013 年茅台酒的销售均价提高了 16%, 是拉动收入增长 17% 的重要因素, 这主要是受益于 2012 年 9 月出厂价格从 659 元提高到了 819 元 (尽管终端价格下降), 同时, 在售价较高的年份酒 (2012 年占销量/收入比重在 5/15% 左右) 大幅萎缩以及党政军直供销售大幅下降 (2012 年占销量/收入比重在 15%/20%) 压力下, 公司通过推出 999 元出厂价格的计划外供应招商政策, 也有效缓解了均价下行压力。

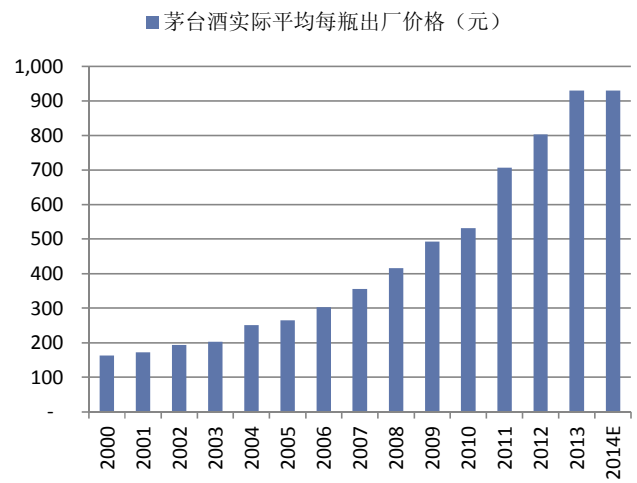
贵州茅台在春节成都糖酒会的经销商会议 (2014 年 3 月) 上提出, 将坚持对经销商在现有供货量基础上, 以 999 元的团购直销价格进行增量供货。公司会在投放时间和价格上进行管控, 并加强跟踪管理, 以保证茅台酒价格的稳定。这表明, 公司仍然比较重视价格管控, 一方面对于 999 元团购直销保持敞开供应, 另一方面又要在时间和区域上进行调控, 以保证量价平衡。因此, 从公司对量价平衡的重视来看, 我们认为 2014 年提高出厂价格的可能性不太大。这表明, 2014 年贵州茅台在销售均价上有望大致持稳。

图表12: 茅台酒的一批价格仍在出厂价格附近
茅台酒的一批价格与出厂价格比较



资料来源: 公司数据

图表13: 2014年茅台酒出厂价格提高难度较大
茅台酒的实际平均每瓶出厂价格, 单位: 元



资料来源: 公司数据、高华证券研究

2) 计划外投放政策在长期内难以持续

2013年下半年贵州茅台通过人民币999元的计划外供应, 吸引了一批新的大型经销商, 并因而挤压了其他高端品牌的市场份额。本次计划外供应量大约3,000吨, 占到2013年销量的20%左右。虽然大多数新经销商基本完成计划外额度, 且贵州茅台将会根据完成情况给予每家经销商20%的计划内额度, 但是对于2014年是否继续类似的供应政策, 公司管理层并未明确, 大多数我们访问的经销商也认为不太可能。在如此高的基数上, 茅台要实现销量的增长, 首先要消化3,000吨的计划外供应留下的增长缺口, 从当前的市场形势来看, 我们认为难度较大。

3) 替代消费效应减弱

最重要的是, 2013年贵州茅台已经在大幅降价的基础上实现了对于其他高端品牌的民间替代性消费, 目前贵州茅台在高端酒的收入市场份额已经达到60%左右, 未来替代性消费继续提高以及市场份额继续扩张的余地还有, 但从当前的市场形势来看, 我们认为市场份额进一步拓展空间相对缩小。另外其他高端白酒品牌(比如五粮液、泸州老窖等)在2014年可能顺势降价缓解增长压力从而缩小性价比劣势。

基于以上原因, 贵州茅台下一步的增长更多需要的是整个高端白酒市场的复苏性成长, 以及贵州茅台公司本身在开拓新的消费群体和新的消费市场方面作出更多的努力。

2014年是贵州茅台向民间消费转型的深化之年

尽管2014年增长难度较大, 但是我们认为贵州茅台仍有能力实现稳定增长, 2014年公司有望实现10%的茅台酒销售收入增长(2013年增长17%), 从需求端看主要来自民间消费的增长, 从公司层面看则主要是大力开拓新的销售渠道。2014年将是贵州茅台向民间消费转型的深化之年。

需求层面看: 我们认为2014年来自三公消费的需求将继续下降, 但因政策的边际效应降低, 预计降幅缩小到20%。同时包括居民消费和民营企业等在内的民间需求有望继续增长, 但因高基数原因, 降幅减缓到20%左右。

公司层面, 我们可以看到管理层正在大力开拓各种新的销售渠道, 包括:

(1) **出口:** 2013年贵州茅台的出口收入达到人民币11亿元, 过去五年(2008-13年)年均复合增速在30%左右。公司管理层正在大力促进海外市场的开拓。目前茅台已在法国建立了销售公司,

同时境外代理商已增加到 75 家，市场网络覆盖了亚洲、欧洲、美洲、大洋洲及中国重要口岸的免税市场。我们在部分国家的免税市场也看到茅台酒在终端的陈列增多，表明海外拓展力度有所加大。我们认为 2014 年公司茅台酒的出口销量有望从 2013 年的 750 吨左右增加到 1,000 吨，同比增长 30%。

(2) 电商与电视购物渠道：目前茅台已搭建起茅台网上商城、天猫茅台官方旗舰店、国酒茅台阿里巴巴旗舰店三大官方运营的网络电商平台。同时，公司还授权酒仙网、京东分别在其官网销售贵州茅台酒股份有限公司产品。我们估算 2013 年茅台酒来自电商的销量在 400~500 吨左右。贵州茅台在糖酒会期间召开的经销商大会上进一步明确，在没有得到集团公司的许可下，经销商一律不得向非茅台网上商城的其他电商平台提供茅台酒以及茅台销售公司的其他产品。与此同时，公司将充分整合茅台的网络资源和经销商的配送资源，进行电商平台的创新改革。我们认为这表明公司将在 2014 年进一步梳理电商渠道，促进销量的稳步增长。

在我们看来，贵州茅台在电商上仍处于战略试点阶段，仍需要平衡好传统经销商渠道和新兴渠道的性价比关系。但基于茅台酒降价之后民间需求的旺盛，我们认为电商渠道 2014 年有望高速增长。同时，3 月 27 日，贵州茅台正式授权润泽升昌为全国电视、广播、报纸三大媒体直销渠道指定运营商，意味着公司将通过拓宽茅台酒电视购物渠道来推动这个新兴渠道的高速增长。

(3) 定制酒渠道：2014 年 1 月，贵州茅台成立“个性化定制营销有限公司”，茅台定制酒公司目前主要向个人和企业开发业务，其中，个人的起订量为 20 件（120 瓶），企业起订量则是 100 件（600 瓶）。根据管理层规划，目前中国白酒个性化定制市场规模已达人民币 100 亿元，2014 年茅台个性化定制营销公司的保底销售目标是人民币 10 亿元，并希望在三年内能够达到 50 亿的规模。我们认为，以前定制酒业务散落在各个合作方、经销商手里，茅台成立定制酒公司的目的正是将这些分散的业务和资源“归口”。同时这也体现了白酒消费从政务群体向商务群体和个人消费者的转变。

(4) 传统经销商渠道：根据我们的经销商渠道调研，2013 年，大多数茅台经销商实现了销量的正增长。2014 年春节前后，茅台酒销量超出大多数经销商预期，渠道库存大幅下降，周转天数普遍降至 1 个月以内，目前大多数经销商已经消化完 2014 年一季度存货，部分经销商提货已经提到 6 月份之后。在春节糖酒会上，贵州茅台管理层也表示，将坚持对经销商在现有供货量基础上，以 999 元的团购直销价格进行增量供货。公司会在投放时间和定价上进行管控，并加强跟踪管理，以保证茅台酒价格的稳定。尽管我们认为计划外供应策略难以在长期内持续，年初以来销售一直呈现正增长，且经销商已提前完成计划额度。因此我们判断，茅台将会在下半年逐步增加计划外的团购。加上 2013 年计划外供应的 3,000 吨左右的量会在 2014 年配给 20% 的计划内的额度，传统经销商渠道的销量仍可能保持较快的增长。

图表14： 我们预计新渠道将推动向民间消费的转型

茅台酒销量分渠道构成（单位：吨）

	2012	2013	2014E
经销商网络(计划内及团购)	10800	10800	13607
yoy		0%	26%
出口	700	759	986
yoy		8%	30%
直供与批零	3458	741	1,000
yoy		-79%	35%
经销商网络(计划外)		3000	0
电商和电视购物		400	1000
定制酒			751
销量合计	14958	15700	17344

资料来源：公司数据、高华证券研究

2014年也是贵州茅台有望启动改革之年；长期影响积极

国企改革是本届政府的重要任务之一，目前已经在多个省份推开。贵州省也在近期启动本省国有企业改革。3月17日，贵州省召开省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划启动暨推介会。根据有关媒体报道（参见 finance.eastday.com.cn，2014年3月20日报道），茅台集团在会上首次提出了茅台集团产权改革初步方案（尚待省国资委审批），主要要点为：

- 1、茅台集团改革目标是建设为产融结合的多元化控股集团，目标到2017年整体销售收入达千亿元级（2013年集团销售收入为人民币410亿元左右）。在集团层面，将推进茅台酒板块、其他酒类板块、营销商贸板块、金融板块、文化旅游板块、创业投资板块等七大业务板块，逐步培育形成六个子集团。
- 2、其中茅台酒板块以贵州茅台为核心，将探索为股份公司建立股权激励机制或员工持股。
- 3、在有利于投资及业务扩张的基础上积极开展股权置换工作。利用本轮产权改革对外扩张，把握投资移动互联网、清洁能源等新兴产业机会。到2016年底如果股权置换计划得以实施，将完成股份公司再融资。
- 4、贵州茅台还将进行内部拆分，将现有系列酒整体剥离至新公司，新公司保持相对控股，实现系列酒供、产、销完全独立。据了解，2014年将完成新公司拆分工作，2015年开始引进战略投资者工作，未来新公司将择机收购其他酒类企业或借壳上市。
- 5、茅台集团旗下的习酒公司将整合茅台集团下其他非茅台酒类子公司业务，并表示计划于2016年完成整合。具体将通过划转、转让等方式将保健酒业公司、技术开发公司、葡萄酒公司的酒类业务全面转移至习酒公司。茅台集团表示，习酒公司将力争2014年底在港上市。

虽然以上只是茅台集团按照贵州省国资委要求提交的初步设想，但鉴于本次贵州省国企改革力度大、决心强，且明确把产权制度改革完成情况作为企业负责人2014年至2016年第四任期考核的一票否决指标，我们认为2014年有望成为贵州茅台改革的启动之年，并将对未来发展产生重大积极影响。具体而言：

- 1、根据改革初步方案，茅台集团提出2017年整体销售收入达到千亿。考虑到2013年茅台集团销售收入为410亿元左右，其中贵州茅台上市公司实现收入309亿，占比75%。我们认为千亿目标所对应的2017年上市公司收入将达到人民币700亿元以上，对应的年均复合增速20%以上（2009—2013年贵州茅台收入的年均复合增速35%）。这表明茅台集团对于未来保持快速成长信心仍然较高。
- 2、在我们看来，将系列酒剥离至新的控股公司具有三个重要意义，一是系列酒剥离出去后，将有助于维护茅台大众消费高端酒的品牌形象。二是通过引进战略投资者优化治理结构，有利于贵州茅台做大做强系列酒，三是有利于未来择机进行其他酒类企业的并购整合。此外考虑到系列酒占公司收入/毛利比重分别只有6%/4%，剥离之后对于公司影响不大，反而有利于提升净利润率和资本回报率。
- 3、习酒明确将独立上市，同时将整合保健酒业、葡萄酒等业务，我们认为这对于贵州茅台以高端白酒为主的定位并不冲突，反而有利于上市公司进一步聚焦资源，转型民间消费，推动持续增长。
- 4、我们认为股权激励或员工持股计划有利于进一步完善公司的治理结构。我们期待公司未来在管理透明度、资本开支、分红回报等方面进一步优化。

总体而言，上述改革措施若能实施，将对贵州茅台产生长期重大积极影响。我们将继续保持密切关注。

信息披露附录

申明

我们，廖绪发、CFA、刘智景、方竹静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场之间的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发、CFA：中国传媒业、中国旅游业、中国食品及饮料行业。刘智景：中国旅游业。方竹静：中国传媒业。

中国食品及饮料行业：古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液。

中国传媒业：皖新传媒、光线传媒、歌华有线、华录百纳、百视通、蓝色光标、博瑞传播、中南传媒、中文传媒、省广股份、奥飞动漫、顺网科技、华谊兄弟、湖北广电、凤凰传媒、乐视网、掌趣科技、广电网络、天威视讯、时代出版、华数传媒、浙报传媒、华策影视。

中国旅游业：首旅股份、中青旅、中国国旅、峨眉山 A、桂林旅游、黄山 B 股、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份、宋城股份、张家界。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：贵州茅台 (Rmb176.08)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2014 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。